



La gestion des résultats à travers la titrisation dans le contexte des Stock-options : Cas des entreprises françaises cotées sur le Premier Marché

Mounir Jaouadi

► To cite this version:

Mounir Jaouadi. La gestion des résultats à travers la titrisation dans le contexte des Stock-options : Cas des entreprises françaises cotées sur le Premier Marché. COMPTABILITE, CONTROLE, AUDIT ET INSTITUTION(S), May 2006, Tunisie. pp.CD-Rom. halshs-00558047

HAL Id: halshs-00558047

<https://shs.hal.science/halshs-00558047>

Submitted on 20 Jan 2011

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La gestion des résultats à travers la titrisation dans le contexte des Stock-options :

Cas des entreprises françaises cotées sur le Premier Marché

Mounir JAOUADI

Doctorant à l'IAE de NICE

Membre du CRIFF - UNIVERSITE DE NICE

E-mail : jaouadi_mouni2000@yahoo.fr

Tél : +216 22 53 77 56

Résumé : L'objet de ce travail est de vérifier si les structures de gouvernement d'entreprise peuvent réduire la gestion du résultat par la titrisation, en présence des incitations liées à l'attribution de Stock-options en France. Les résultats montrent que la titrisation ne peut pas servir d'outil pour la gestion de résultat par les dirigeants souhaitant maximiser la valeur des leurs stock-options. Par ailleurs, certains mécanismes de gouvernement d'entreprise sont négativement liés au recours à la titrisation. Il s'agit notamment de (1) la taille du conseil d'administration, et (2) la dissociation entre les fonctions de PDG et de PCA. Toutefois, la propriété des investisseurs institutionnels ainsi que leur présence au sein du conseil d'administration sont positivement liés au recours à la titrisation.

Mots-clés : *Stock-options, gestion du résultat, titrisation, gouvernement d'entreprises.*

Abstract : In this study, I examine whether corporate governance is related to earnings management using the technique of asset securitizations within the context of manager's stock-option compensation. Our results suggest that Securitizations do not offer managers the ability to manipulate reported earnings in order to maximise their stock-option compensation. Empirical evidence also is provided that some corporate governance characteristics are negatively related to asset securitizations, such as size of board of directors and manager's ownership. On the contrary, institutional ownership and monitoring are positively related to asset securitizations.

Key-words: *Securitization, stock-options, earnings management, corporate governance.*

Introduction

Suite aux affaires qui ont défrayé la chronique aux Etats-Unis, notamment, la faillite d'Enron, Worldcom, Tyco, Dynegy, Xerox, Global Crossing, Qwest, Adelphia Communications, Merck, et Halliburton, on observe l'émergence d'un contexte de méfiance manifesté par les marchés financiers internationaux et la mise en cause de la crédibilité des communications financières des entreprises.

Ces scandales financiers ont pour origine principalement la faiblesse des modes de gouvernance et l'agressivité des manipulations comptables à travers l'ingénierie financière (Batson, 2003 ; Dharan, 2002, Schwarcz, 2002). D'où, l'intérêt suscité de plus en plus par la recherche des motivations et des véhicules de la gestion des résultats.

Les auteurs emploient systématiquement la notion de la gestion des résultats comme étant mise en œuvre, principalement, par l'ajustement des comptes de régularisation: les charges et produits calculés et décalés, appelés « Accruals » (Healy, 1985).

Cependant, certains chercheurs suggèrent que les manipulations comptables traditionnelles via les « accruals » souffrent d'une insuffisance quand à leur effet sur les bénéfices. En effet, leur somme s'annule dans le temps. Sloan (1996) met en évidence la réversion des « Accruals » et déduit que ces derniers sont prédictibles et moins persistants. Hochberg, Newman et Rierson (2003) documentent une auto corrélation négative des accruals et en déduisent leur réversion, souvent dans une courte période. Ces résultats leur permettent de conclure que les accruals n'ont aucun effet original sur les résultats. Ainsi, les accruals constituent des signes révélateurs de la gestion des résultats. Dans cet ordre d'idées, Bhojraj, Hribar et Picconi (2003) trouvent que le marché financier traite la gestion des résultats par les accruals comme étant signe de mauvaise qualité des résultats comptables et pénalisent les firmes adoptant une telle pratique.

Par conséquent, les dirigeants qui désirent dissimuler l'information comptable aux investisseurs actuels et potentiels sont appelés à structurer les transactions initiales de telle sorte qu'elles ne résultent pas dans des accruals réversibles, ou à structurer des transactions additionnelles pouvant interrompre la réversion prédictible des accruals initialement créés. Ces transactions peuvent être des opérations d'investissement ou de financement qui génèrent

des flux de trésorerie pouvant annuler les accruals liés à l'exploitation déjà enregistrés, à savoir les transactions d'ingénierie financière, telles que la titrisation (Dharan, 2003).

Bien que la titrisation, comme toute autre transaction d'ingénierie financière, peut être motivée par la recherche de certains objectifs légitimes de la finance d'entreprise, tels que la minimisation du coût de capital et le partage des risques, le manque de transparence inhérent à cet outil pourrait être à l'origine de son utilisation dans l'intention de gérer les résultats (Dharan, 2003).

Certaines enquêtes montrent que les groupes de sociétés américains, à l'instar d'Enron, utilisent la titrisation, qui va de pair avec les Special Purpose Entities non consolidées, dans des fins de manipulations comptables visant, entre autre, la gestion des résultats à la hausse (Gillan et Martin, 2002 ; Schwarcz, 2002 ; Catanach et Catanach, 2002 ; Healy et Palepu, 2003 ; et Dharan, 2002, 2003).

Dans le contexte européen, plus précisément en France, la Commission des Opérations de Bourse (COB) et le Comité Bancaire (CB) ont entrepris, en 2002, un travail commun visant à recenser les principaux « montages déconsolidants » utilisés par les groupes français et qui sont liés, notamment, aux problèmes de sorties d'actifs. Leur travail résulte dans des recommandations formulées en fonction de la typologie des opérations recensées. La COB et le CB ont classé les montages recensés en cinq catégories, entre autre, l'utilisation des montages déconsolidants avec des entités ad hoc dans le cadre des opérations de titrisation. Ils ont conclu que ces montages ont pour effets de manipuler le niveau réel d'endettement ainsi que les bénéfices comptables.

En outre, les transactions d'ingénierie financière considérées comme origine principale de la faillite des grands groupes vont de pair avec la défaillance des systèmes de gouvernance. Dharan (2002) montre qu'une comparaison entre les manipulations comptables traditionnelles et les arrangements d'ingénierie financière illustre bien une caractéristique importante de ces derniers, à savoir l'implication organisationnelle, c'est-à-dire, la participation des dirigeants ainsi que les organes de contrôle, tels que les administrateurs et les auditeurs internes et externes, dans la création des montages, notamment de titrisation, dans le but de la gestion des résultats.

Gillan et Martin (2002) ont conclu que la faillite d'Enron est attribuable aux manipulations comptables entreprises dans une situation de faiblesse de la gouvernance due au manque d'indépendance et de pouvoir du conseil d'administration, au manque d'indépendance des auditeurs externes et aux stratégies de compensation des dirigeants. Healy et Palepu (2003) suggèrent que la défaillance de la gouvernance d'Enron a laissé les manipulations comptables à travers l'ingénierie financière non détectées pour longtemps.

Ceci nous incite à penser que la titrisation, en tant que pratique d'ingénierie financière, est généralement adoptée par les groupes à faibles systèmes de gouvernance et qu'elle pourrait relever de la discrétion des dirigeants dans l'objectif de la gestion des résultats.

A ce titre, la littérature comptable et financière nous enseigne que le gouvernement d'entreprise est un frein à l'opportunisme des dirigeants lors de la détermination des résultats comptables (Dechow et al. ,2004).

Dans cette recherche, nous proposons d'étudier l'impact des mécanismes de gouvernance sur les manipulations comptables par la titrisation. Nous essayerons donc de répondre aux questions de recherche suivantes :

- (1) La titrisation peut-elle servir d'outil pour la gestion de résultat ?***
- (2) Les structures de gouvernement d'entreprise pourraient-elles limiter l'utilisation discrétionnaire de la titrisation dans le but de gérer le résultat ?***

Pour ce faire, nous adopterons la méthodologie de Dechow et al (2004). Nous examinerons le lien entre l'ampleur de l'activité de titrisation, la rémunération des dirigeants sous forme de stocks-options en tant qu'incitation à la gestion des résultats, et les mécanismes de gouvernance, auprès d'un échantillon d'entreprises françaises.

Les résultats de notre étude pourraient contribuer à la littérature comptable à plusieurs niveaux, à savoir les motivations, les outils ainsi que les contraintes à la gestion des résultats.

Notre étude diffère des recherches antérieures à deux niveaux. Premièrement, ces dernières sont menées quasi-exclusivement dans le contexte américain. Il est faux de penser que ce phénomène ne se produise dans d'autres contextes. Il est donc opportun de l'étudier dans un contexte différent, soit le contexte français. Deuxièmement, nous avons observé la titrisation au sein de divers secteurs d'activité, contrairement aux recherches antérieures qui se sont

intéressées aux secteurs financiers. Ceci s'explique par le fait que la titrisation constitue une innovation financière adoptée dans ses débuts par les banques. Toutefois, son domaine d'application a été étendu aux autres secteurs économiques vu les avantages énormes qu'offre cette pratique.

Dans cette recherche, nous avons examiné 141 observations entreprise-année constituées à partir d'un échantillon de groupes de sociétés français cotés au premier marché de la bourse de Paris, observé durant la période allant de 1999 jusqu'à 2003.

Les résultats montrent que les montages financiers de titrisation ne peuvent pas être un outil de la gestion de résultat par les dirigeants souhaitant maximiser la valeur de leurs stock-options. Par ailleurs, certains mécanismes de gouvernement d'entreprise peuvent réduire le recours à la titrisation. Il s'agit notamment de (1) la présence des membres indépendants au sein du conseil d'administration et du comité d'audit, (2) la présence des investisseurs institutionnels au sein du conseil d'administration, et (3) l'indépendance du conseil d'administration du Président Directeur Général.

Ce travail sera structuré en quatre sections. La première section présentera le cadre conceptuel de la gestion des résultats à travers la titrisation. La seconde exposera une revue de la littérature sur les motivations, les outils et les contraintes à la gestion du résultat, tout en mettant l'accent sur les études empiriques sur la gestion du résultat à travers la titrisation. Nous allons présenter notre stratégie de vérification dans la troisième section et l'analyse et l'interprétation des résultats en une quatrième section. Enfin, nous conclurons et présenterons les limites de notre travail ainsi que certaines pistes de recherche futures.

1- Cadre conceptuel de la gestion des résultats à travers la titrisation

Nous traiterons dans cette section la notion de titrisation (1-1) ainsi que ses objectifs et potentialités pour la gestion des résultats (1-2).

1-1- Définition de la titrisation

La titrisation peut se définir comme « l'émission de titres négociables représentatifs de créances » (Ferté et Cassette, 1992¹). Plus concrètement, il s'agit d'une technique permettant de sortir des créances du bilan par cession à une structure juridique ad hoc. Cette dernière

¹ Cité par De Labaume et Stolowy, 1993.

finance l'acquisition des créances par l'émission simultanée de parts qui sont assimilables à des valeurs mobilières (titres adossés à un actif : « Asset-backed security »). Généralement, l'initiateur retient une proportion des actifs titrés dans un but de rehaussement de ses créances, appelée parts résiduelles.

Selon Gensee et Topscalian (2002), la titrisation est un véritable montage qui consiste à vendre un ensemble de créances à une entité créée pour la circonstance, le Fond Commun de Créances (FCC), qui finance cet achat par l'émission de titres représentatifs de ce portefeuille. Aujourd'hui, la titrisation permet de transformer des actifs et non plus seulement des créances en titres émis sur le marché. La titrisation s'intègre dans le cadre des financements structurés qui regroupent les crédits syndiqués, les financements des projets, le leasing, et les financement sur actifs. Le montage de titrisation implique la création d'un FCC qu'on lui cède des créances contre des liquidités. Le FCC procède à l'émission de parts pour payer le cédant, appelé initiateur. Ensuite, il encaissera les intérêts et les remboursements versés par les débiteurs initiaux et qu'il utilisera pour rémunérer les titres émis et couvrir les frais de gestion. Ainsi, les intervenants dans le montage sont multiples, à savoir, les débiteurs initiaux, le cédant propriétaire des créances, un FCC, les investisseurs en titres émis par le FCC, l'arrangeur qui joue le rôle de conseiller, et l'agence de notation qui évalue le risque des parts émis par le FCC.

1-2- Objectif de la titrisation & ses potentialités pour la gestion de résultat

Tout d'abord, la titrisation est généralement traitée, dans des buts comptables, comme une vraie cession d'actifs financiers. De ce fait, les créances titrisées disparaissent, partiellement, des livres comptables et un résultat de cession est dégagé. Ce résultat est déterminé par différence entre, d'un côté, la valeur comptable des actifs titrisés, et de l'autre côté, la somme des recettes de la titrisation avec la juste valeur des parts résiduelles des actifs en question.

Lors d'une opération de titrisation d'actifs financiers, les dirigeants sont appelés à déterminer le volume ou proportion d'actifs à titriser et d'estimer la valeur des parts résiduelles (Cash-flows attendus selon certaines hypothèses quant aux risques de remboursements anticipés et de défaut de paiement et au taux d'actualisation). Une certaine latitude est laissée aux dirigeants lors de ces deux choix. De ce fait, le volume de l'actif titrisé et l'estimation de la juste valeur des intérêts résiduels peuvent être un outil à la disposition des managers leur permettant de gérer leurs résultats comptables.

Ensuite, en analysant les objectifs de la titrisation, nous pouvons déduire que la titrisation offre plusieurs opportunités pour la gestion de résultat par une activité réelle.

Premièrement, elle accroît les possibilités d'octroi de crédits et génère, par conséquent, plus de produits d'intérêts pour les banques.

Deuxièmement, elle constitue un moyen de diversification des sources de financement. Elle peut être incluse dans le schéma de financement de certains projets à des taux avantageux. Par conséquent, elle permet de minimiser les coûts de financement par rapport à des financements de type émission d'emprunts obligataires.

Troisièmement, la titrisation des créances les mieux notées par les agences de notation permet d'obtenir un coût de refinancement inférieur à celui du marché obligataire. Ainsi, la titrisation permet de diminuer les charges financières et, par conséquent, gérer le résultat par une activité réelle.

Enfin, certaines opérations de titrisation reviennent à transférer un actif et se libérer des contraintes de couverture du risque y inhérent par les fonds propres. Le transfert de l'actif en contre partie des liquidités permet d'améliorer certains ratios, notamment, de liquidité, de solvabilité, et de fonds propres. Aussi, le transfert du dit risque permet d'éviter les pertes éventuelles qu'il pourrait engendrer, notamment, les pertes suite aux fluctuations des taux.

Ceci nous conduit à nous poser la question si les groupes de sociétés appliquent la titrisation dans des buts de manipulations comptables plutôt que des buts légitimes de gestion.

2- Revue de la littérature & Développement des hypothèses

Nous avons choisi de scinder notre revue en trois parties. La première présentera les études menées sur l'octroi des stocks-options en tant que motivation à la gestion des résultats (2-1). La seconde sera consacrée au recours à la titrisation dans le domaine des manipulations comptables (2-2). Enfin, nous présenterons le gouvernement d'entreprise comme étant contraint à la gestion des résultats (2-3).

2-1- Stocks-options : Incitation à la gestion des résultats

Depuis le développement de la théorie positive de la comptabilité [Watts, 1977 ; Watts et Zimmerman, 1978, 1986 et 1990], plusieurs chercheurs ont tenté de modéliser le comportement des dirigeants en matière de décisions comptables, et ce en fonction des circonstances qui les incitent à gérer les résultats de leurs entreprises [Schipper, 1989 et Watts et Zimmerman, 1990]. Dans cette perspective, la gestion des résultats s'explique par le comportement opportuniste des dirigeants visant à obtenir des gains privés par une intervention dans le processus de communication financière externe [Schipper, 1989].

Récemment, la littérature comptable accorde une attention particulière à l'impact des plans de stocks-options sur les choix comptables et de communication financière. Les études empiriques ayant examiné particulièrement le comportement opportuniste des dirigeants en relation avec la rémunération sous forme de stocks-options incluent les travaux de Yermack (1997) et Aboody et Kasznick (2000). Ces études concluent que, conformément aux prédictions, les dirigeants choisissent le timing de la divulgation volontaire des nouvelles financières afin d'influencer les cours boursiers en leur faveur.

Par la suite, la littérature comptable s'est de plus en plus focalisée sur le comportement opportuniste, en terme de manipulations comptables, eu égard des stocks-options. Bergstresser et Philippon (2004) mettent en évidence que l'utilisation des accruals discrétionnaires afin de manipuler les bénéfices publiés est plus observée pour les entreprises dont la rémunération des PDG est plus indexée à la valeur des actions et des options sur actions. En outre, durant les exercices à très forts accruals positifs, les PDG exercent d'une manière inhabituelle de larges montants d'options. Aussi, les PDG et certains autres « insiders » cèdent de quantités assez larges d'actions durant des périodes.

Burns et Kedia (2003) suggèrent que les retraitements des résultats publiés, en tant que mesure directe de la présence des manipulations comptables agressives, sont plus fréquents pour les firmes dont les dirigeants détiennent de larges portefeuilles d'options.

Wei (2004) met en évidence que les dirigeants exercent leurs stock-options afin de bénéficier des informations privées sur les faibles performances comptables futures. En outre, il a montré que les rendements anormaux suivant les exercices des options sont systématiquement reliés à l'évidence de la gestion du résultat (dorénavant, GR) agressive.

Les résultats de l'étude de Safdar (2003) confirment l'hypothèse que les dirigeants manipulent les accruals afin de reporter la publication des bénéfices dans le but d'influencer les cours boursiers avant et durant les périodes d'exercice des stock-options. Toutefois, les résultats indiquent que la GR liée aux stock-options peut être limitée. En effet, les bénéfices atteignent leur maximum au moment de la publication des résultats qui précède l'exercice des stock-options. Suivant l'exercice des stock-options et pour plus qu'une année, on observe la réversion des bénéfices ainsi que des accruals discrétionnaires au même temps que la réalisation de rendements boursiers négatifs.

Gao et Shrieves (2002) montrent que l'ampleur de la GR, mesurée par la valeur absolue des accruals, est influencée par la conception du plan d'incitation des dirigeants. Plus particulièrement, la GR est positivement liée à la rémunération des dirigeants sous forme de stock-options, alors qu'elle est négativement liée aux montants des salaires servis aux managers.

Cependant, He, Srinidhi, Su, et Gul (2003) suggèrent que la rémunération des dirigeants, sous forme de stock-options, réduit la gestion du résultat. En effet, ils examinent si le paiement d'une plus grande proportion de la rémunération sous forme d'actions, relativement aux salaires, réduit la GR à travers les dépenses de recherche et de développement. Sur un échantillon de 7246 d'observations entreprise-année américaines, leurs résultats montrent que les PDG semblent réduire plus les dépenses de recherche et de développement (DRD) afin d'éviter la diminution des bénéfices (i) lorsque leurs rémunérations se composent plus de salaires que de stock-options, et (ii) lorsque la proportion des salaires relativement à celle des stock-options augmente dans le temps.

Par conséquent, nous pouvons conclure que le comportement de la GR par dirigeants bénéficiant des stock-options n'a pas fait l'objet d'un consensus à travers la littérature comptable. D'où, l'intérêt à porter particulièrement, dans notre recherche, à cette forme de motivation aux manipulations comptables.

2-2- La gestion des résultats par la titrisation

La gestion des résultats à travers la titrisation a été mise en exergue, au début, par les médias et les enquêtes faites sur les scandales financiers de l'économie américaine. Les enquêtes menées sur le cas « Enron » suggèrent que ce groupe a utilisé un tissu complexe de SPEs afin

de gérer ses résultats à travers divers types de montages juridico-financiers, notamment, la titrisation (Dharan, 2002 et 2003 ; Gillan et Martin, 2002 ; Catanach et Catanach, 2002 ; Healy et Palepu, 2003 ; et Batson, 2003).

Healy et Palepu (2003) ont mis en évidence deux principales raisons ayant motivé Enron à gérer ses résultats : une large utilisation des options d'actions comme mécanisme d'intéressement des dirigeants ainsi que les efforts déployés afin d'atteindre les anticipations faites par « Wall Street ».

Suite aux enquêtes menées sur les scandales financiers à partir de 2001, plusieurs chercheurs s'intéressent de plus en plus aux manipulations comptables à travers la titrisation. Notre revue de la littérature révèle que parmi les premières études empiriques traitant des facteurs explicatifs du comportement des firmes en matière de titrisation est celle de Aqdim, Dinnoe et Harchani (2002). Ces derniers ont constaté que, face aux pressions des régulateurs du secteur financier, les banques optent pour la titrisation qui pourrait masquer la détérioration de la situation financière et ce en agissant sur certains ratios réglementés, notamment, les capitaux obligatoires. Les résultats de leur étude, menée sur 41 banques observées sur 11 années, montrent l'existence d'un effet significatif et négatif de la titrisation sur les ratios des capitaux. Ceci implique qu'en vue de maximiser leurs rendements, les banques titrent les actifs financiers de meilleure qualité et gardent dans leurs bilans ceux les plus risqués, ce qui entraîne une dégradation de leurs portefeuilles crédits et, par conséquent, une diminution des ratios des capitaux.

En examinant toujours le secteur financier, Karaoglu (2004) a essayé de vérifier si les banques titrent leurs crédits afin de gérer les résultats comptables et si les dirigeants peuvent véhiculer une information sur les performances futures de l'entreprise, à travers les opérations de titrisation. Cette étude met en évidence, à partir d'un échantillon de banques observées durant la période allant de 1997 à 2000, la gestion des résultats et des capitaux obligatoires à travers la titrisation. Toutefois, le second effet, soit la gestion des capitaux réglementés, est plus annoncé. En outre, le marché financier pénalise les firmes publiant plus de gains de titrisation indiquant ainsi que cette pratique est considérée par les investisseurs comme discrétionnaire et n'étant pas réalisée dans des objectifs légitimes de finance d'entreprise, mais plutôt dans des buts de dissimulation de l'information comptable et financière aux utilisateurs de celle-ci.

Shakespeare (2003) a soulevé la problématique de la fiabilité de l'information comptable et financière. Elle a proposée de vérifier si les dirigeants utilisent la discrétion dont ils disposent sur le volume ou l'estimation des justes valeurs d'actifs financiers à titrer pour gérer les résultats comptables afin d'atteindre certains seuils, à savoir, les prévisions des analystes financiers et le résultat de l'exercice précédent. Elle a essayé d'expliquer le volume ainsi que les gains de titrisation de 119 observations de banques et autres institutions financières par certains facteurs économiques et d'autres liés aux motivations de la gestion des résultats. Les tests montrent que les dirigeants d'entreprises s'appuient sur les gains de titrisation plutôt que le volume d'actifs à titrer pour atteindre les résultats prévus par les analystes financiers ainsi que les résultats des exercices précédents.

Dans une étude plus élaborée, Dechow, Myers et Shakespeare (2004) examinent, en même temps, les trois effets potentiels d'une opération de titrisation. Il s'agit du résultat de titrisation (gain ou perte) qui affecte le résultat de l'exercice, la juste valeur des parts résiduelles à présenter au bilan et qui pourrait avoir un impact sur le résultat de l'exercice (à travers la différence avec la valeur comptable nette de l'actif titrisé) et, enfin, les informations fournies en annexe pour renseigner sur les changements adverses de la valeur des parts résiduelles, résultant des variations des estimations de base. Ils tentent de voir si ces effets sont déterminés par certaines variables économiques, certains objectifs de la finance d'entreprise, des motivations de la gestion des résultats et/ou les mécanismes de gouvernement mis en place au sein de l'entreprise. Les résultats suggèrent que les firmes publiant de larges gains de titrisation ont plus de besoin de financement et/ou affichent de faibles résultats avant la titrisation. En outre, les firmes ayant mis en place de meilleurs mécanismes de gouvernance enregistrent moins de gains de titrisation et de faibles valeurs des parts résiduelles. Enfin, les divulgations concernant les changements adverses de la valeur des parts résiduelles sont fiables et informatives étant donné qu'elles sont corrélées avec la mesure de la volatilité des cash-flows futurs.

Niu et Richardson (2004) soulèvent que le traitement comptable de la titrisation s'effectue selon deux approches de normalisation : (1) l'approche de contrôle et de composantes, selon laquelle la sortie des actifs titrisés est comptabilisée sur la base du transfert du contrôle des composantes ou proportions transférées, d'où la titrisation est traitée comme étant un endettement assorti de garanties (FAS140), et (2) l'approche de transfert des risques et avantages, selon laquelle la sortie des actifs titrisés est comptabilisée au moment du transfert

des risques et avantages inhérents aux composantes ou proportions transférées, d'où la titrisation est traitée comme étant une cession (IAS39). Ils ont observé un échantillon d'initiateurs adoptant le traitement comptable de la titrisation comme étant une cession génératrice de gains, durant la période de 1997-2000. Leurs résultats montrent que (1) en moyenne, les initiateurs retiennent une grande partie sinon la totalité des risques inhérents aux actifs transférés, (2) les passifs hors bilan générés par la titrisation ont le même impact sur le risque, tel que estimé par le marché, que les dettes figurant au bilan ; Ceci confirme le fait que les agences de notation considèrent la titrisation comme étant un endettement assorti de garanties, et (3) les gains de titrisation sont faiblement évalués par le marché, relativement aux bénéfices n'incluant pas ce type de gains. Ces résultats corroborent ceux de Shakespeare (2003), Karaoglu (2004) et Dechow, Myers, et Shakespeare (2004) et valident l'hypothèse que les investisseurs perçoivent les gains de titrisation comme étant une manifestation de la discrétion des managers sur les bénéfices.

Quand à notre travail, nous proposons de vérifier si les dirigeants mettent en place des montages de titrisation en présence d'incitations à la gestion des résultats afin de maximiser la valeur de leurs stock-options. Nous postulons donc notre première hypothèse, dans sa forme alternative, comme suit :

H1 : La rémunération des dirigeants sous forme de stocks options incite les dirigeants à titriser leurs créances.

2-3- Revue de la littérature sur les contraintes à la gestion des résultats

Alors que les dirigeants et les actionnaires peuvent, parfois, se mettre d'accord pour favoriser la GR, notamment, dans le cas des coûts politiques ou des coûts de réglementation, les actionnaires vont supporter d'éventuels coûts d'agence, lorsque leurs intérêts divergent avec ceux des dirigeants et que ces derniers disposent de certaines opportunités pour la GR.

De tels conflits pourraient amener les actionnaires à mettre en place une structure de contrôle des dirigeants, appelée aussi système de gouvernement d'entreprise (Jeanjean, 2001). Ce dernier peut être appréhendée à partir des deux mécanismes les plus cités par la littérature, soient la structure de propriété et le rôle du conseil d'administration.

Premièrement, la structure de propriété est définie comme étant la répartition des droits de vote entre les différents actionnaires, qui oppose les firmes managériales, c'est à dire,

détenues par des actionnaires-non dirigeants, aux firmes contrôlées, c'est à dire, détenues par des actionnaires-dirigeants.

Smith (1976), Dhaliwal, Salamon, et Smith (1982), Dempsy, Hunt, et Shroeder (1993) et Warfield et al (1995) proposent d'inclure la structure de propriété comme variable explicative de la gestion du résultat. Ces études valident l'hypothèse que la propriété managériale permet un fort alignement des intérêts des dirigeants à ceux des actionnaires. En outre, Klein (2000) a mis en évidence que la GR est négativement reliée au pourcentage du capital détenu par le PDG. Aussi, il est récemment mis en évidence que la participation des investisseurs institutionnels dans le capital réduit le niveau de la GR mesuré par les accruals discrétionnaires (Shang, 2003 ; et Chung, Firth et Kim, 2002).

Deuxièmement, considéré comme étant un élément central des systèmes de gouvernement de plusieurs firmes (comme le font les rapports Viénot I et II), le conseil d'administration (désigné par la suite « CAD ») semble jouer un rôle très important dans la surveillance des dirigeants (Fama et Jensen, 1983), ce qui serait associée à de faibles niveaux de la GR. Deux dimensions du rôle du CAD ont suscité une attention particulière dans la littérature, à savoir (1) la proportion des membres externes du conseil (Vickman et al, 1993) et (2) la création d'un comité d'audit « CAT » (Pincus et al, 1989 ; et Levitt, 1989). A ces deux caractéristiques s'ajoute l'indépendance du PDG.

Plusieurs études supportent la prédiction que l'efficacité du CAD dans la protection de la richesse des actionnaires est fonction positive de la proportion des membres externes du CAD (Weisbach, 1988 ; Rosenstein et Wyatt, 1990 ; Byrd et Hickman, 1992 ; et Brickley et al, 1994). Plus précisément, la GR par les accruals discrétionnaires décroît avec la présence des administrateurs externes au sein du CAD (Peasnell et Young, 2000 et 2004 ; et Chtourou, Bédard et Courteau, 2001).

L'efficacité des activités de surveillance du CAD peut aussi dépendre de sa structure et de son organisation. Les CAD délèguent très souvent à un CAT l'élaboration des états financiers ainsi que de la communication et la collaboration avec les auditeurs externes. Peasnell et Young (2000, 2004) concluent que le rôle de surveillance des administrateurs externes en relation avec la GR à la hausse est plus annoncé dans le cas des CAD ayant crée des CAT. Defond et Subramanyam (1998) suggèrent que le rôle du CAT est de réduire l'ampleur des

accruals discrétionnaires, positifs ou négatifs. Ce résultat est confirmé par l'étude de Chtourou, Bédard et Courteau (2001).

Certains travaux trouvent que les CAD structurés de façon à être plus indépendant du PDG peuvent mieux contrôler le processus comptable et financier de l'entreprise (Klein, 2000). En effet, le PDG peut influencer les résultats comptables directement à travers son pouvoir sur le CAD ainsi que sur ses comités, qui se matérialise par le cumul des fonctions de PDG et de président du CAD. Ceci étant, Klein (2000) conclut que le cumul des fonctions de direction et de contrôle est associé positivement à la GR.

Aussi, il récemment mis en évidence que la présence des investisseurs institutionnels au sein du CAD réduit le niveau de la GR mesuré par les accruals discrétionnaires [Park et Shin, 2004].

Au total, la littérature fait référence aux organes de contrôle qui devraient être compétents, indépendants et moins influencés par les organes de gestion, notamment la haute direction.

Dans notre travail, nous allons tester l'existence d'une association négative entre l'activité de titrisation et les caractéristiques du CAD, à savoir sa taille, son indépendance, la présence des investisseurs institutionnels, la création d'un comité d'audit, la taille du comité d'audit, le pourcentage des membres externes du comité d'audit ainsi que la dualité du PDG. Nous formulons notre seconde hypothèse, dans sa forme alternative, ainsi :

H2 : Les firmes ayant mis en place de bons mécanismes de gouvernance affichent de moindres volumes de titrisation.

3- Stratégie de vérification

3-1- Sélection de l'échantillon

Notre échantillon se compose de 50 groupes de sociétés français cotés au premier marché de la bourse de Paris, observés durant la période allant de 1999 jusqu'à 2002.

Les données sont collectées à partir des rapports annuels et documents de référence, institutionnels et financiers, des dits groupes, suite à la consultation de leurs sites Internet.

3-2- Variables de l'étude & outils statistiques

Pour répondre au premier objectif, soit la détection de la gestion des résultats, nous allons tester l'existence d'une association positive entre l'activité de titrisation et la présence des incitations à la gestion des résultats. Notre variable dépendante sera donc le ratio de titrisation (RATT). Elle est quantitative et est mesurée par le volume de titrisation rapporté au volume des créances brutes avant la titrisation. La présence des incitations à la gestion des résultats, notre variable indépendante, sera appréhendée par deux mesures alternatives. La première consiste en une variable dichotomique qui prend la valeur 1 si l'entreprise attribue des stock-options à ses dirigeants, et la valeur 0, sinon (ATSKOP). La seconde mesure est aussi une variable dichotomique, mais qui prend la valeur 1 si les dirigeants d'entreprises exercent leurs stock-options, et la valeur 0, sinon (EXSKOP).

Quant au second objectif, nous allons tester l'existence d'une association négative (**positive**) entre, d'une part le ratio de titrisation (RATT), et d'autre part, la mise en place des bons (**mauvais**) mécanismes de gouvernance, notamment, le pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels (PKII), la taille du conseil d'administration (TCAD) mesurée par le nombre de ses membres, l'indépendance du conseil d'administration (ICAD) mesurée par le pourcentage de ses membres externes, le pourcentage des investisseurs institutionnels au sein du conseil d'administration (IICAD), la taille du comité d'audit (TCAT) mesurée par le nombre de ses membres, l'indépendance du (ICAT) mesurée par le pourcentage de ses membres externes, et le pourcentage du capital détenu par le PDG «KPDG» (**la dualité du PDG : «DUAL» qui prend la valeur 1 si le PDG est lui-même président du CAD**).

Nous introduisons, en outre, trois autres variables indépendantes pour neutraliser l'effet de certains phénomènes économiques sur l'ampleur des gains de titrisation. La première représente la contrainte de besoin de financement qui peut motiver la pratique de titrisation. A cet effet, nous adoptons la mesure proposée par Dechow, Myers et Shakespeare (2004), soit les « free cash-flows » ou les cash-flows disponibles (CFD). Cette variable sera mesurée par la différence entre les flux de trésorerie d'exploitation (CFE) et les décaissements affectés aux acquisitions des actifs immobilisés. La seconde variable de contrôle consiste au total des créances clients avant la titrisation (TCAVT). Cette variable représente la mise en place de la titrisation comme étant une pratique d'ingénierie financière de gestion du bas bilan motivée par les buts légitimes de la finance. Enfin, nous introduisons la variable ratio d'endettement (RATEND) puisque les groupes de sociétés pourraient recourir à la titrisation en tant que moyen de financement alternatif à l'endettement.

Nous estimons donc, par régression multiple, le modèle suivant :

$$\begin{aligned} \text{RATT}_{i,t} = & \alpha + \beta 1 \text{ ATSKOP}_{i,t} + \beta 2 \text{ EXSKOP}_{i,t} + \beta 3 \text{ TCAD}_{i,t} + \beta 4 \text{ ICAD}_{i,t} \\ & + \beta 5 \text{ IICAD}_{i,t} + \beta 6 \text{ DUAL}_{i,t} + \beta 7 \text{ TCAVT}_{i,t} + \beta 8 \text{ ICAT}_{i,t} + \beta 9 \text{ KPDG}_{i,t} + \beta 10 \text{ PKII}_{i,t} \\ & + \beta 11 \text{ CFD}_{i,t} + \beta 12 \text{ TCAVT}_{i,t} + \beta 13 \text{ RATEND}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

4- Analyse et interprétation des résultats

4-1- Statistique descriptives

Le tableau n°1 présente les statistiques descriptives se rapportant aux variables de l'étude. Ces statistiques illustrent bien l'importance de la technique de titrisation en France. En effet, 30% des groupes de sociétés cotés au premier marché de la bourse de Paris adoptent cette technique. En outre, ces groupes procèdent à la titrisation des deux tiers (2/3) de leurs créances clients (RATT : Mean = 0.067327). Aussi, on assiste à un accroissement dans la rémunération des dirigeants sous forme de stock-options, étant donné que 68% des groupes de sociétés observés attribuent à leurs hauts dirigeants des options de souscription ou d'achat d'actions. Les entreprises adoptant cette stratégie argumentent que l'exposition des dirigeants aux cours boursiers est un moyen d'alignement des intérêts des hauts managers à ceux des

actionnaires. Toutefois, cette stratégie pourrait avoir des résultats non désirés, tels que l'incitation des bénéficiaires de ces plans à gérer les résultats.

Quand à l'aspect du gouvernement d'entreprise, notre échantillon présente une certaine homogénéité, notamment, au niveau de la composition et du fonctionnement du conseil d'administration. Les groupes de sociétés observés sont administrés par des conseils composés d'environ 11 membres (Taille moyenne = 10.56500 ; Taille médiane = 11.00000). Approximativement, le $\frac{1}{4}$ des membres des conseils sont des personnes indépendantes (Moyenne des pourcentage des membres indépendants = 0.257207 ; Médiane des pourcentage des membres indépendants = 0.250000). Plus que les $\frac{2}{3}$ (72%) de ces conseils créent des comités d'audit comportant environ 3 membres (Taille moyenne = 2.735000; Taille médiane = 3.000000). Les membres indépendants occupent le $\frac{1}{3}$ des sièges au sein des comités d'audit (Moyenne des pourcentage des membres indépendants = 0.359607 ; Médiane des pourcentage des membres indépendants = 0.333333).

Insérer Tableau n°1

4-2- Analyse multi variée

Avant d'analyser l'impact de chaque variable prise séparément sur l'ampleur de la pratique de la titrisation, il y a lieu d'interpréter le modèle d'une façon globale.

Le Tableau n°1 montre que le modèle que nous avons estimé a un pouvoir explicatif moyen, soit une R²-ajustée de 13,7%. Aussi, la signification globale du modèle est appréhendée à travers le test statistique de Fisher. Ce test a pour but d'examiner l'hypothèse nulle que toutes les variables du modèle ne sont pas significatives, contre l'hypothèse alternative qu'il existe au moins une variable significative du modèle. La probabilité de la statistique de Fisher est de 0.000091. Elle est significative au seuil de 1%. D'où, le rejet de l'hypothèse nulle et la déduction que le modèle comprend au moins une variable ayant un effet significatif sur le ratio de titrisation.

Quand à la signification de chaque variable sur la pratique de la titrisation, nous faisons recours au test statistique de Student.

Premièrement, les variables ATSKOP (attribution de stock-options) et EXSKOP (exercice des stock-options) ont une incidence positive mais non significative sur le ratio de titrisation

(RATT). La probabilité de la statistique de Student est, respectivement, de 0.1247 et 0.8585. Ceci nous conduit à accepter l'hypothèse 1 nulle, selon laquelle la mise en place des montages de titrisation n'est pas motivée par l'attribution des stock-options comme étant composante de la rémunération des dirigeants. Ces résultats nous permettent de déduire que les montages financiers de titrisation ne peuvent pas être un outil pour la GR par les dirigeants souhaitant maximiser la valeur de leurs stock-options.

Ensuite, quand aux variables de gouvernement d'entreprise, seules les variables : pourcentage du capital détenu par les investisseurs institutionnels (PKII), présence des investisseurs institutionnels au sein du conseil d'administration (IICAD), taille du conseil d'administration (TCAD) et dualité des fonctions de PDG (DUAL) ont un impact significatif sur la mise en place des montages de titrisation. Les autres variables (indépendance du conseil d'administration : ICAD, taille du comité d'audit : TCAT, indépendance du comité d'audit : ICAT, et le pourcentage de capital détenu par le président directeur général ou le président du directoire : KPDG) ne sont pas déterminants de l'adoption de la titrisation.

La dualité des fonctions de PDG (DUAL) est liée positivement à l'ampleur de la pratique de titrisation, au seuil de signification de 1%, alors que la taille du conseil d'administration (TCAD) est liée négativement à l'adoption de cette pratique, au seuil de signification de 5%. Ceci confirme notre hypothèse que plus le PDG ait un pouvoir sur le conseil d'administration et/ou moins la taille du conseil d'administration soit grande, plus l'opportunisme des dirigeants se manifeste par des pratiques comptables discrétionnaires, telles que la titrisation dans notre cas.

Toutefois, notre analyse dégage un résultat surprenant. En effet, la propriété des investisseurs institutionnels ainsi que leur présence au sein du conseil d'administration affectent positivement l'ampleur de la titrisation, au seuil commun de signification de 1%.

Insérer Tableau n°2

Ceci étant, nous pouvons conclure que, conformément aux résultats obtenus par Dechow et al (2004), certains mécanismes de gouvernement d'entreprise peuvent réduire le recours à la titrisation. Toutefois, certains de ces mécanismes n'ont plus d'effet sur le comportement discrétionnaire des dirigeants, du moment où toutes les entreprises répondent aux critères établis par la législation. En effet, en France, la quasi-totalité des sociétés cotées s'alignent

aux exigences des rapports Viénot, par exemple, concernant l'indépendance des administrateurs et membres des comités d'audit.

Enfin, concernant les facteurs économiques pouvant motiver la pratique de la titrisation (Total des créances clients avant la titrisation «TCAVT», Ratio d'endettement «RATEND», et le besoin de financement «CFD»), aucune variable n'a un impact significatif sur le ratio de titrisation. Ceci implique que la titrisation n'est pas adoptée par les groupes français pas suite aux besoins de financement, ni comme outil de gestion du bas du bilan, ni comme étant une alternative à l'endettement externe.

Conclusion

Certains chercheurs suggèrent que les « accruals » se renversent dans le temps, n'ont aucun effet original sur les résultats, sont faciles à déceler et ne peuvent avoir qu'un seul effet de signalisation au marché. Par conséquent, les dirigeants qui désirent dissimuler l'information comptable aux investisseurs actuels et potentiels sont appelés à structurer les transactions initiales de telle sorte qu'elles ne résultent pas dans des accruals réversibles, ou à structurer des transactions additionnelles pouvant interrompre l'inversion prédictible des accruals initialement créés, à travers les transactions d'ingénierie financière, notamment la titrisation.

Dans cette recherche, nous avons essayé de : (1) vérifier si la titrisation peut être un outil pour la gestion de résultat, et (2) voir si les structures de gouvernement d'entreprises pourraient limiter l'utilisation discrétionnaire de la titrisation dans le but de gérer le résultat.

Pour ce faire, nous avons observé un échantillon de 50 groupes de sociétés français cotés au premier marché de la bourse de Paris, durant la période allant de 1999 jusqu'à 2002. Nous avons donc collecté 200 observations entreprise-année.

Les résultats montrent que les montages financiers de titrisation ne peuvent pas être un outil pour la gestion de résultat par les dirigeants souhaitant maximiser la valeur de leurs stock-options. Aussi, certains mécanismes de gouvernement d'entreprise peuvent réduire le recours à la titrisation. Il s'agit notamment de la taille du conseil d'administration ainsi que le faible pouvoir du PDG sur ce dernier. A contrario, la participation des investisseurs institutionnels dans le capital ainsi que leur présence au sein du conseil d'administration encourage l'adoption de la titrisation.

Toutefois, l'association entre le ratio de titrisation et la mise en place de certains mécanismes de gouvernement d'entreprise nous conduit à conclure que la titrisation pourrait relever de la discrétion des managers et par conséquent servir d'outil pour la gestion du résultat. Cependant, nos résultats ne permettent pas de valider cette relation vu certaines limites quand aux tests empiriques que nous avons menés.

Tout d'abord, nos résultats peuvent être biaisés par la mesure choisie pour la motivation de la gestion du résultat. Par ailleurs, il est montré par plusieurs études que la gestion du résultat est entreprise durant les périodes précédant l'exercice des stock-options, alors que nous avons associé le ratio de la titrisation à l'exercice des stock-options au cours de la même période. Les résultats de notre étude pourraient donc être faussés par cette limite.

Ensuite, nous n'avons pas mesuré l'impact de la titrisation sur les bénéfices publiés afin de mettre en exergue la gestion du résultat par cette technique. Aussi, notre mesure de la variable ampleur de la titrisation ne permet pas d'extraire la partie discrétionnaire de cette pratique.

En outre, les manipulations comptables par la titrisation pourraient être motivée, non pas par le désir de maximiser la valeur des stock-options, mais plutôt du souci d'atteindre certains seuils de bénéfices ou attentes du marché financier, ou même d'autres incitations à la gestion du résultat.

Les recherches futures peuvent tester l'association entre la titrisation et la réalisation des prévisions des bénéfices par les analystes financiers.

Aussi, une étude pourrait être menée sur la relation de substitution ou de complémentarité entre la titrisation et les accruals en tant qu'outils de gestion du résultat.

Références

- Aboody, D., Kasznick, Ron., 2000. *CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures*. Journal of Accounting and Economics 29, 73-100.
- Aqdim, R., G. Dinnoe et T.M. Harchani.2002. *Les déterminants du comportement des banques canadiennes en matière de titrisation*. Working paper, HEC Montréal.
- Batson, N.2003. *Second interim report of Neal Batson, court-appointed examiner. Case n°. 01-16034 (AJG)*.
- Bergstresser D. et T. Philippon. 2004. *CEO Incentives and Earnings Management*. Working paper. Harvard Business School et NYU Stern School of Business.
- Burns N. et S. Kedia. 2003. *Do Executive Stock Options Generate Incentives for Earnings Management : Evidence from Accounting Restatements*. Working paper, University of Georgia and Harvard Business School.
- Byrd, J. et K., Hickman. 1992. *Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids*. Journal of financial economics, 32, pp195-221.
- Catanach, A.H et S. Rhoades-Catanach.2002. *Enron : A financial reporting failure*. Working paper, Villanova University.
- Chtourou, S., J., Bédard et L., Courtteau. 2001. *Corporate governance and earnings management*. Working paper, Université Laval.
- De La Baume. C. et H. Stolowy.1993. *Techniques financières : enregistrement et impact sur l'analyse des comptes*. Revue Fiduciaire Comptable, n°184, Mars, pp 22-40.
- Dechow, P., L.A. Myers et C. Shakespeare, 2004. *Playing with Assumptions to Report a Rosy Future Today: The Role of Corporate Governance in the Reporting of Asset Securitizations*. Working paper.
- Dharan, B.D.2002. *Financial engineering with special purpose entities*. Working paper, Rice University.
- Dharan, B.D.2003. *Accruals management with financing and investing transactions*. Working paper, Rice University.
- Field, T., T. Lys et L. Vincent.2001. *Empirical research on accounting choice*. Working paper, Harvard University.
- Gao, P. et R.E. Shrieves.2002. *Earnings Management and Executive Compensation: a Case of Overdose of Option and Underdose of Salary?* Working paper, University of Tennessee.

Gaver, J., K.M. Gaver et J.R. Austin.1995. *Additional evidence on bonus plans and income management*. Journal of Accounting and Economics, 19 (1), February, pp 3-28.

Gillan, S.L et J.D. Martin.2002. *Financial engineering, corporate governance and the collapse of Enron*. Working paper, University of Delaware.

He F., B. Srinidhi, X. Su, et F.A. Gul. 2003. *Earnings Management by Changing R & D Expenditur Evidence on the Role of CEO Stock Compensation*. Working paper, City University of Hong Kong.

Healy, P.M. et K.G. Palepu.2003. *The fall of Enron*. Journal of Economics Perspectives, Vol 17, N° 2, pp 3-26.

Healy, P.M. et Palepu, K.G.1990. *Effectiveness of accounting-based dividend covenants*. Journal of Accounting and Economics, 17, pp 97-123.

Healy, P.M.1985. *The effect of bonus scemes on accounting decisions*. Journal of Accounting and Economics, 7, pp 85-107.

Hochberg, Y.V., Y.S. Newman et M.A. Rierson.2003. *Information in the time-series dynamics of earnings management: Evidence from insider trading and firm return*. Working paper.

Jeanjean T. 2001. *Incitations et contraintes à la gestion du résultat*. Comptabilité, contrôle, audit, Tome 7, Vol., pp 61-76.

Jensen, M.C. et W.H. Meckling.1976. *Theory of the firm: managerail behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of financial economics, Vol 3, octobre, pp 305-360.

Karaoglu, N.E.2004. *Regulatory capital and earnings management in banks: The case of loan sales and securitizations*. Working paper, University of Southern California.

Klein, A. 2000. *Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management*. Working paper.

Niu, F. et G. Richardson. 2004. *Earnings Quality, Off-Balance Sheet Risk, and the Financial-components: Approach to Accounting for Transfers of Financial Assets*. Working paper.

Park, Y.W., et H.-H, Shin. 2004. *Board composition and earnings management in Canada*. Journal of Corporate Governance, 10, 2004, pp 431-457.

Peasnell, K.V., P.F., Pope et S., Young. 2000. *Accrual management to meet earnings targets : UK evidence pre-and post Cadbury*. Working paper.

Rosenstein, S., J.G., Wyatt. 1990. *Outside directors, board independence, and shareholder wealth*. Journal of Financial Economics, 26, pp175-192.

Roychowdhury, S. 2003. Management of earnings through the manipulation of real activities that affect cash flow from operations. Working paper, Sloan school of management.

Safdar I., 2003. *Stock option exercise, earnings management, and abnormal stock returns*. Working paper, University of Rochester

Schipper, K.1989. *Commentary on earnings management*. Accounting Horizons, 3 (4), pp 91-102.

Schwarcz, S.L.2002. *Enron, and the use and abuse of special purpose entities in corporate structures*. Working paper, Duke University School of Law.

Shakespeare, C.2003. Do Managers use Securitization Volume and Fair Value Estimates to Hit Earnings Targets? Working paper, University of Michigan Business School.

Sloan, R.G.1996. *Do stock prices fully reflect information in accruals flows about future earnings?* The Accounting Review, 71, pp 289-315.

Watts, R.L et J. Zimmerman.1978. *Towards a positive theory of the determination of accounting standards*. The Accounting Review, 56, January, pp 112-134.

Watts, R.L et J. Zimmerman.1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-hall, Englewood cliffs.

Watts, R.L et J. Zimmerman.1990. *Positive accounting theory, a ten year perspective*. The Accounting Review, Vol 65, n°1, January, pp 131-156.

Watts, R.L.1977. *Corporate financial statements, a product of the market and political processes*. Australian Journal of Management, 2, pp 53-78.

Wei Y. 2004. *Executive Stock Option Exercises, Insider Information and Earnings Management*. Working paper, University of Utah.

Weisbach, M. 1988. *Outside directors and CEO turnover*. Journal of Accounting and Economics, 20, pp 431-460.

Yermack D., 1997. *Good timing: CEO stock option awards and company news announcements*. Journal of Finance 52, 449-476.

TABLEAU N°2

Dependent Variable: RATT
Method: Pooled Least Squares
Sample: 1999 2002
Included observations: 4
Total panel (balanced) observations 200

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.036776	0.034712	1.059475	0.2908
TCAVT	-4.04E-13	3.66E-13	-1.104640	0.2707
CFD	-3.84E-12	5.08E-12	-0.755938	0.4506
RATEND	0.000229	0.001058	0.216412	0.8289
ATSKO	0.036663	0.023772	1.542287	0.1247
PKII	0.176928	0.066735	2.651200	* 0.0087
IICAD	1.228035	0.298274	4.117144	* 0.0001
DUAL	0.077059	0.023631	3.260949	* 0.0013
KPDG	0.043311	0.159869	0.270918	0.7868
TCAD	-0.007564	0.003438	-2.200296	** 0.0290
ICAD	0.056880	0.065304	0.870993	0.3849
TCAT	0.008357	0.006363	1.313462	0.1906
EXSKO	-0.003958	0.022174	-0.178512	0.8585
ICAT	-0.053200	0.044325	-1.200210	0.2316

* Significatif au seuil de 1%.

** Significatif au seuil de 5%.

R-squared	0.193420	Mean dependent var	0.067327
Adjusted R-squared	0.137046	S.D. dependent var	0.149436
S.E. of regression	0.138819	Sum squared resid	3.584348
F-statistic	3.431024	Durbin-Watson stat	0.620436
Prob(F-statistic)	0.000091		